

## KAMIYAMA Reports vol. 128

# アジアの株式投資のために： マレーシア出張報告

チーフ・ストラテジスト 神山 直樹



- ・ OECD が主催するアジア株式のコンファレンスに参加
- ・ アジア各国が成長のために株式市場を重視する姿勢に注目
- ・ 国営企業改革が重要課題

## OECD が主催するアジア株式のコンファレンスに参加

11月7日から8日にかけて、OECD(経済協力開発機構)主催の Asian Roundtable on Corporate Governance に参加し、パネルディスカッションで登壇の機会も得た。日本の金融庁も参画するこのイベントにおいて、アジアの成長機会を強化するために、アジア各国政府が資本市場を育成していくことが大事であることを確認し、具体的な政策立案へのヒントを得ることが期待された。参加者は、アジア各国の金融監督やコーポレートガバナンス強化を担当する政府組織、金融商品取引所の担当者を中心に、スピーカーには世界の大手運用機関のガバナンス推進担当者などが含まれていた。

## アジア各国が成長のために株式市場を重視する姿勢に注目

OECD 側の調査(OECD Equity Market Review ASIA 2018)から、アジアの資本市場の伸びが著しいことが示された。具体的には、株式の新規上場や企業の株式や債券の発行などが中国を中心に大きく伸びている、とのことだ。



パネルディスカッションで発言する筆者

投資家として我々がアジア株式への投資を考える際、アジア企業がどの程度株主の利益について敏感か、どの程度真剣に株主のために仕事をしているかを知っておくことが重要だ。このコンファレンスでは、各国政府の監督官庁や金融商品取引所の担当者が、どのような状況で何を重要と考えているかを知ることができた。

アジア各国では、総じて株主の利益が十分守られているかについて、議論を急速に進めていた。そして、投資家の懸念は、おおむね上場されている国営企業の経営についてだった。例えば、政府や地方政府が過半数の株式を保有する企業の一般株主(つまり我々)は、政府の都合でその企業が儲からない仕事を増やしたり、儲かっていない企業の救済買収をされたりしては困るのだ。

このような少数株主保護の不徹底について、各国の規制当局や金融商品取引所の担当者はよく理解した上で、買収など重要な決定には大株主を参加できなくするなど、少数株主保護策を検討したり導入したりしている。この点では、

持ち合い株式が多く、我々のような“非”持ち合い投資家が、適切に、大事にされているかがよく分からない日本と比べて、適切な問題意識と解決策の模索が進んでいるようだ。

## 国営企業改革が重要課題

多くの国では、国営企業がもっとも良い方法とはいえない、と知られているようだ。国営企業は、中央集権的な国で政府が政策に応じて企業を動かして運営され、中国やインドネシア、ベトナムなどで多く見受けられる。先進国では、(日本では国鉄、日本専売公社、日本電信電話公社が JR、JT、NTT などとなったように)効率が悪いので民営化されて競争にさらされるようになった。競争とは、価格を市場に発見させる考え方ともいえる。価格メカニズムを使えば、いつのまにかアダム・スミスの言う「神の見えざる手」によって、適切な量が生産され適切な価格で取引されるようになる。



パネルディスカッションで発言する筆者

ところが、新興国で価格メカニズムを盲目的に導入すると、先進国の強い企業の下請けばかりを受注することになり、付加価値が低く労働集約的な産業しか成立しなくなる恐れがある。それゆえ、新興国は最初に市場を保護し、価格を政府が決めるなどして価格以外の人為的な計画で経済を成長させようとする。この方法は、目先の成長をもたらす一方、長期的に適切な計画が完璧に成し遂げられることはまれで、非効率がたまってしまふ恐れがある。

非効率の大きさを例を挙げると、中央政府が 1 トンの釘を生産せよと命令したら、地方の工場が実際に利用できない重さ 1 トンの釘を 1 本だけ作ったという笑い話だ。これと似たような例で、中央政府が 6% 成長せよと地方に命令し、地方政府が住民のことを考えずに不動産開発を行ったために空き家が増えてしまうケースや、すぐ成果が出る鉄鋼ばかりを作った結果、過剰生産となり不良債権を抱えてしまうケースなどがある。

人間が計画しても詳細に設計することには限界があるので、思うように目的を達することはできない。それゆえ、価格メカニズムを導入することで、余剰になったモノの価格が下がり、足りないモノの価格は上がるなどして、必要に応じた生産が適切に行われるようになることが望ましいといえる。

結局、アジアの新興国は、政府のコントロールによる秩序ある成長と価格メカニズムを通じた効率的な成長とをバランスさせるために、当面は心を砕かねばならない。そして、各国が“中所得国の罠”から脱却するために、付加価値の高い製品を世界に供給する側にならなければならない。政府が多少の補助金を出しても、簡単に付加価値のある製品を作ることはできない。付加価値の高い財やサービスを生み出すために、人々の創意工夫を大事にしてアントレプレナーの努力に報いることができる仕組みを作る必要がある。そして良いアイデアが生まれれば、そこに資金を集め、さらに成長させていくことが重要になる。

ここに、株式市場がもっとも大事な役割を果たすことになる。起業家の創意工夫は、投資家の夢と希望だ。夢と希望に値段をつける株式市場が、良いアイデアを選び、資金を供給し(新規調達だけではなく毎年の利益の内部留保の同意を含む)、さらに効率的に(一株当たりで)成長することを企業に求める。結果として、企業の利益が将来の配当やその期待(株価上昇)となって投資家に戻ってくる。この仕組みが機能するよう、各国に努力を求めたい。

PDF ファイルおよびバックナンバーは、日興アセットマネジメントのホームページでご覧いただけます。

また、facebook やツイッターで発行をお知らせいたします。

<http://www.nikkoam.com/products/column/kamiyama-reports>

facebook <https://www.facebook.com/nikkoam> Twitter <https://twitter.com/NikkoAMofficial>